

LPR非对称下调，宽松的中点还是终点？

事件

分析师：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

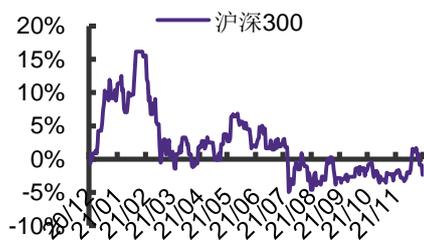
执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2021年12月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.8%，5年期以上LPR为4.65%。时隔20个月以来，央行再次调降一年期LPR利率5BP，5年期LPR利率保持不变。

投资要点

最近一年大盘表现



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

相关研究

《中央经济工作会议定调2022：微调的开始》20211212

1. 时隔20个月降息的原因在于：

- 第一，经济下行，宽货币稳增长的必要性与日俱增。
- 第二，爆雷不断，需要货币适当宽松来缓释风险。
- 第三，通胀见顶，宽松的可行性不断提高。
- 第四，货币背离，美联储加快缩债压缩国内宽松窗口期。

2. 本次央行降息释放了以下信号：

- 第一，货币政策宽松再次得以确认。
- 第二，步长相对小，价格型货币工具较为谨慎。
- 第三，非常规降息，主要是为实体经济特别是小微企业纾困。
- 第四，非对称降息，隔离地产的信号十分明显。

3. 后续是否会继续降息，我们认为：

降息并非宽松的终点站，常常是中继站，2022年货币政策前松后紧，降准还有空间，降息依旧可期，但窗口期收窄。

4. 本次降息对A股的影响在于：

- 第一，分风格来看，成长和消费风格显著占优，金融和稳定风格表现较差。
- 第二，分行业来看，成长板块行业涨幅集中于涨幅前列，可选消费行业弹性凸显。

风险提示

- (1) 新冠疫情冲击 (2) 货币政策不及预期 (3) 经济加速下行

事件：

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2021年12月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.8%，5年期以上LPR为4.65%。时隔20个月以来，央行再次调降一年期LPR利率5BP，5年期LPR利率保持不变。

评论：

1、时隔20个月为何突然降息？

两次降准后，市场一直在期待降息，无外乎四个原因：

第一，经济下行，宽货币稳增长的必要性与日俱增。三季度经济增速破5%，已低于潜在经济增速；11月经济金融数据仅有季节性结构性回暖，总体还是处于下行通道；中央经济工作会议首提“三重压力”，预期偏弱。从货币的价来看，利率水平应符合保持经济在潜在产出水平的要求，在经济下行通道，宽货币稳增长的政策诉求逐步强化。

第二，爆雷不断，需要货币适当宽松来缓释风险。自2021年下半年进入类滞胀周期后，经济增速持续回落，通胀高位运行，调控监管逐步升级，货币政策相对克制，流动性风险暴露加速。特别是房地产行业，本就在下行周期，加上地产加速去金融化，房企爆雷事件相继发生，信用风险持续发酵。金融出清已接近尾声，为“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”，造成一系列连锁反应，有必要适度宽松对冲。

第三，通胀见顶，宽松的可行性不断提高。通胀是货币政策的阀门，由于保供稳价政策持续发力，能源、原材料涨幅明显收窄，11月PPI见顶回落。同时猪价还在低位磨底，CPI虽有小幅回升，但仍处于相对低位，货币宽松的掣肘因素逐渐消退，宽松的空间逐渐打开。

第四，货币背离，美联储加快缩债压缩国内宽松窗口期。12月美联储议息会议将每月缩债规模翻倍，预计将于2022年3月结束购债，按照缩债-平表-加息的节奏，美联储加息进程会提前，最早2022年3月开始，点阵图显示2022年有3次加息。中美货币政策周期背离，为缓解错位后的资本外流压力，美联储提前行动后，我国央行也会做好应对，把握难得的降息战略窗口期，提前降息。

2、这次降息释放了什么信号？

距上次2020年4月LPR降息已有20个月之久，央行再次降息，信号特征十分明显：

第一，速度十分快，货币宽松再次得以确认。复盘2008年之后的货币政策周期，共有四轮货币宽松，分别对应起点是2008年、2011年、2014年和2018年，通常的操作是先降准后降息，仅有2008年9月同时启动降准降息，之后降息通常和降准间隔三个月左右的时间。这次是12月降准后随即降息，也是2008年以来首次同步降准降息，货币宽松的信号十分明确。

第二，步长相对小，价格型货币工具较为谨慎。这次降息反应速度特别快，但力度却相对温和，1年期LPR利率仅调降5BP，5年期LPR利率保持不变，也是2020年以来的最低降息水平。2020年两次1年期LPR利率调降幅度分别是10BP和20BP，这次明显克制，主要是考虑到PPI仍在高位运行对货币宽松的制约并未完全消退，当前货币政策工具还是数量型为主，价格型为辅。

第三，非常规降息，主要是为实体经济特别是小微企业纾困。这次降息有一个鲜明的特征，1年期MLF的政策利率保持不变，也就是货币市场和债券市场利率中枢并未下行，而1年期LPR小幅下调5BP，这种非常规降息自LPR改革将贷款利率锚定MLF利率后仅出现过两次，分别是2019年的8月和9月，8月是改革后的首次调降，9月是降准后的调降，和这次情况差不多，引导降准后银行负债成本下降逐步传导至资金价格上，推动贷款市场利率下行，降低实体经济融资成本。而且这次的着力点也十分明确，三季度货币政策执行报告重申“**小微企业综合融资成本稳中有降**”，中央经济工作会议在货币支持领域中将小微置于科技、绿色之前，助力小微企业纾困。

第四，非对称降息，隔离地产的信号十分明显。这次1年期LPR利率下调5BP，5年期LPR利率不变，结构性调整主要是将房地产隔离在降息的受益范围之外，避免传递出放房地产信贷松动的信号。此举再次确认了高层对房地产市场的态度，地产政策微调纠偏而非转向，契合中央经济工作会议对地产的定调，房住不炒底线不可破，保障合理的房企融资和居民住房消费需求，但整体托而不举。

3、后续还会有降准降息吗？

自第三季度的货币政策执行报告删掉“坚决不搞‘大水漫灌’”和“管好货币总闸门”，增加“增强信贷总量增长的稳定性”，12月同步降准降息，宽松的子弹已经上膛，大概率是宽货币和结构性宽信用组合，但力度还有待观察，很难有全面大宽松。

降息并非宽松的终点站，常常是中继站。我们对2008年以来的4轮货币宽松周期复盘发现，鉴于降息的宽松信息意义较强，宽松后期降息会提前退出，通常最后一次降息还跟随着降准。

第一轮货币宽松周期（2008.9-2008.12）：应对次贷危机，央行货币政策从“从紧”转向“适度宽松”，9月同时开启降准降息，共4次降准、5次降息，最后一次降息是12月，后面两天还有一次全面降准，宽松周期历时3个月。2个季度后货币宽松见效，GDP从6.4%反弹到12.2%，反弹5.8个百分点，持续了4个季度。

第二轮货币宽松周期（2011.11-2012.7）：主要是应对欧债危机冲击，政策重心从“抑通胀”转为“稳增长”，11月宣布全面降准，共3次降准、2次降息，最后一次降息是2012年7月，之后并无降准，主要是本轮宽松持续时间不长，且力度相对克制。3个季度后货币宽松见效，GDP从7.5%反弹到8.1%，反弹0.6个百分点，持续2个季度。

第三轮货币宽松周期（2014.4-2016.3）：主要是应对经济破7%，再提“稳增长”，2014年4月开始定向降准，共7次降准、6次降息，最后一次降息是2015年10月，2016年3月还有最后一次降准，宽松周期接近2年。8个季度后货币宽松才见效，GDP只从6.7%反弹到6.8%，反弹0.1个百分点，持续2个季度。

第四轮货币宽松周期（2018.1-2020.5）：主要是应对中美贸易摩擦和新冠疫情

冲击，2018年1月开始定向降准，共11次降准、5次降息，最后一次降息是2020年4月，同年5月最后一次降准落地，宽松周期超过2年。9个季度后货币宽松才见效，GDP底部回升，持续4个季度。

图表 1：2008 年以来五次宽松周期

时间	背景	货币政策方向	降息/降准变动时间	降准/降息类型	降息/降准幅度
第一次 2008.9-2008.12	2008年中，美国次贷危机蔓延加深；9月份以后，国际金融危机急剧恶化，对我国经济的冲击明显加大	适度宽松的货币政策，灵活、有力，确保经济增长和稳定市场信心	2008年9月	降息	1年期贷款基准利率下调0.27个百分点
			2008年9月	降准	除五大行+邮储行外，其他存款类金融机构存款准备金率下调1个百分点
			2008年10月	降准	1年期存贷款基准利率分别下调0.27个百分点
			2008年10月	降息	存款类金融机构人民币存款准备金率下调0.5个百分点
			2008年10月	降息	个人住房公积金贷款利率下调0.27个百分点
			2008年10月	降准	金融机构存款准备金率下调0.5个百分点
			2008年11月	降息	1年期存贷款利率分别下调1.08个百分点
			2008年12月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.27个百分点
			2008年12月	降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点
			2011年12月	降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点
第二次 2011.11-2012.7	2012年二季度以来，欧债危机对实体经济影响明显增加，造成我国2012年上半年外需疲软	稳健中性的货币政策，保持政策的连续性和稳定性	2012年2月	降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点
			2012年5月	降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.6个百分点
			2012年6月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点
			2012年7月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点和0.31个百分点
			2014年4月	定向降准	县域农村商业银行和县域农村合作银行人民币存款准备金率分别下调2个和0.5个百分点
			2014年6月	定向降准	对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含4月25日已下调过准备金率的机构）下调人民币存款准备金率0.5个百分点，对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率0.5个百分点
第三次 2014.4-2016.3	经济增速换挡，下行压力增大；美国宣布退出量化宽松，811汇改增大恐慌，外汇占款下降	稳健偏松的货币政策，注重适度、适时微调。综合运用公开市场操作、中期借贷便利、常备借贷便利等多种工具，保持了银行体系流动性总体充裕	2014年11月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点
			2015年2月	降准	金融机构存款准备金率下调0.5个百分点
			2015年3月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点
			2015年4月	降准	金融机构存款准备金率下调1个百分点
			2015年5月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点
			2015年6月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点
			2015年8月	降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点
			2015年9月	普遍+定向降准	金融机构存款准备金率下调0.5个百分点；降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构存准率0.5个百分点，下调金融租赁公司和汽车金融公司存准率3个百分点
			2015年10月	降准+降息	1年期存贷款基准利率分别下调0.25个百分点；金融机构存款准备金率下调0.5个百分点
			2016年3月	降准	金融机构存款准备金率下调0.5个百分点
			2018年1月	定向降准	普惠金融定向降准全面实施
			2018年4月	定向降准	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行人民币存款准备金率下调1个百分点以置换MLF
			2018年7月	定向降准	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行人民币存款准备金率下调0.5个百分点
2018年10月	定向降准	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行人民币存款准备金率下调1个百分点以置换MLF			
2018年12月	降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点			
2019年1月	降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点			
2019年8月	降息	1年期贷款市场报价利率下调0.6个百分点			
第四次 2018.1-2020.5	中美贸易摩擦加剧，资本加速回流美国，海外冲击严重；国内去杠杆政策，经济下行压力仍存；2020年疫情带来前所未有的冲击；国际疫情持续蔓延，世界经济步入衰退，不稳定不确定因素显著增多	货币政策结构性宽松，主动作为、创新操作、精准发力、普惠小微、内外平衡、合理适度	2019年9月	普遍+定向降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点；对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率0.5个百分点
			2019年9月	降息	1年期贷款市场报价利率下调0.5个百分点
			2019年10月	定向降准	对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率0.5个百分点
			2019年11月	降息	1年期和5年期以上贷款市场报价利率分别下调0.5个百分点
			2020年1月	降准	存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
			2020年2月	降息	1年期和5年期以上贷款市场报价利率分别下调1个百分点和0.5个百分点
			2020年4月	降息	1年期和5年期以上贷款市场报价利率分别下调2个百分点和1个百分点
			2020年4月	定向降准	中小型存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点（农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行）
			2020年5月	定向降准	中小型存款类金融机构存款准备金率下调0.5个百分点（农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行）
			2021年7月	降准	金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）
第五次 2021	后疫情时期经济下行、全球供应链受到冲击	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕	2021年12月	降准	金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行6%存款准备金率的金融机构）
			2021年12月	降息	1年期贷款市场报价利率下调1个百分点

资料来源：wind 资讯、中国人民银行，华鑫证券研究

参考LPR改革后的降息节奏，短端LPR开始调降，MLF利率和长端LPR还有下行空间。2019年8月LPR改革后，共有5次降息，前两次仅小幅调降了1年期LPR，分别为6BP和5BP；直到当年11月第三次降息，1年期LPR下调5BP，MLF和5年期LPR才首次下调了5BP；2020年2月第四次降息，1年期LPR和MLF下调10BP，5年期LPR下调了5BP；2020年4月第五次降息，1年期LPR和MLF大降20BP，5年期LPR下调了10BP。降息的节奏十分明显：先贷款利率（LPR），再政策利率（MLF）；先短端利率（1年期LPR），再长端利率（5年期LPR），且为不对称降息；先结构性小幅调降（1年期LPR下调5BP，5年期LPR不变），再全面大幅调降（1年期LPR下调20BP，5年期LPR下调10BP）。

图表 2: LPR 改革以来 LPR 五次下调，提振实体经济呵护流动性

序号	下调LPR时间	调整方向和幅度	同月MLF利率下调幅度	此前降准情况（以变动日期为准）
1	2019-08-20	1年期下调0.6个百分点	未调整	无
2	2019-09-20	1年期下调0.5个百分点	未调整	9月16日下调存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点，对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点
3	2019-11-20	1年期和5年期以上同步下调0.5个百分点	11月5日下调0.5个百分点	无
4	2020-02-20	1年期和5年期以上分别下调1个百分点和0.5个百分点	2月17日下调1个百分点	1月6日下调存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
5	2020-04-20	1年期和5年期以上分别下调2个百分点和1个百分点	4月20日下调2个百分点	4月15日、5月15日分别下调中小型企业存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点（农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行）
6	2021-12-20	1年期下调0.5个百分点	未调整	7月9日、12月15日分别下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）

资料来源：wind 资讯、人民网、中国人民银行，华鑫证券研究

综上所述，本轮宽松从2021年7月降准开始，共有2次降准、1次小幅下调短端利率1年期LPR，政策利率MLF和长端利率5年期LPR还没动，仍处于货币宽松的早期，全面宽松尚未到来。

2022年货币政策前松后紧，降准还有空间，降息依旧可期，但窗口期收窄。随着PPI顶部的确认和稳增长的压力加大，2022年上半年货币宽松的空间逐步打开，还会通过OMO、MLF等货币政策工具补充市场流动性，降准依旧可期。至于降息，参考2019年的节奏，政策利率MLF、1年期LPR和5年期LPR调降均有调降的空间，但内外掣肘依旧存在。内部通胀还在高位，经济下行压力没有疫情初期那么大，预计本轮降息力度难超2019-2020年。外部随着美联储Taper提速、加息预期加剧，中美货币政策周期背离会影响国内货币政策的独立性，进而制约国内货币宽松的空间。美联储将于2022年3月结束购债，一季度是降息的观察窗口期，但就算有降准降息也只是为了托底而非刺激，难有前几轮那样的全面大宽松。

4、对A股有何影响？

我们重点复盘了2019年8月LPR改革以来的五次下调，其中前两次MLF不变仅有LPR下行，后三次有MLF下行引导。

分风格来看，成长和消费风格显著占优，金融和稳定风格表现较差。可以发现，受益于短期资金宽裕、居民贷款利率下调促进了消费需求，成长和消费风格在LPR下调后的相对收益更加明显，金融和稳定风格落后，周期风格受降息影响较小。

图表 3: LPR 降息后成长和消费风格显著占优

日期	LPR调整方向和幅度	风格指数当月涨跌幅				
		金融	周期	消费	成长	稳定
2019-08-20	1年期下调6BP	1.87	5.53	5.43	9.09	1.41
2019-09-20	1年期下调5BP	0.30	-4.54	-1.09	-5.90	-3.16
2019-10-20		-1.79	-0.76	3.04	1.03	-4.15
2019-11-20	1年期和5年期以上同步下调5BP	3.53	4.83	-1.84	4.61	3.66
2019-12-20		-2.60	4.36	4.26	15.14	-5.24
2020-02-20	1年期和5年期以上分别下调10BP和5BP	-9.40	-6.69	-6.85	-6.05	-5.63
2020-03-20		4.51	5.24	13.76	2.00	3.27
2020-04-20	1年期和5年期以上分别下调20BP和10BP	0.37	-0.12	4.76	4.44	-0.38

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究 (“当月”指降准当日一个月)

分行业来看, 成长板块行业涨幅集中于涨幅前列, 可选消费行业弹性凸显。从历次下调LPR来看, 流动性助推成长行情, 电子、国防军工、电力设备、通信等成长风格的行业集体涨幅居前; 消费板块内部呈现分化, 居民房贷还款压力得到一定的舒缓, 可选消费行业弹性凸显, 家用电器、社会服务、商贸零售等可选消费行业涨幅居前。

图表 4: 成长行业涨幅居前, 可选消费弹性凸显

	2019-08-20	2019-09-20	2019-10-20	2019-11-20	2019-12-20	2020-02-20	2020-03-20	2020-04-20	月涨跌幅中位数
电子	14.31	-7.72	6.59	8.97	25.58	-14.72	-1.45	6.21	6.21
国防军工	7.60	-11.64	-3.00	4.42	9.29	-7.77	3.09	4.20	4.20
家用电器	7.14	-1.39	4.96	4.06	0.61	-11.74	4.81	9.46	4.06
电力设备	6.56	-5.68	-0.63	5.60	17.90	-7.48	2.33	3.95	3.95
社会服务	4.34	-3.13	-4.78	3.68	-0.89	-4.54	7.42	5.59	3.68
通信	8.90	-8.44	-2.73	3.50	9.28	3.56	-4.02	0.54	3.50
商贸零售	3.00	-2.26	-5.09	2.98	-2.43	-0.70	4.19	4.50	2.98
计算机	12.36	-6.24	2.67	3.19	19.04	-6.29	-0.06	2.85	2.85
建筑材料	5.70	0.33	1.82	5.63	8.11	2.61	13.39	2.77	2.77
机械设备	6.56	-3.52	-3.22	4.46	5.43	-6.44	5.58	2.53	2.53
基础化工	6.01	-4.02	-2.18	6.01	8.96	-9.21	4.04	2.33	2.33
传媒	8.30	-3.33	2.75	6.21	9.51	-7.89	1.54	1.94	1.94
有色金属	3.06	-8.83	-1.21	7.59	12.66	-16.26	4.69	1.89	1.89
建筑装饰	3.99	-3.80	-5.15	4.55	-3.33	1.74	5.29	-2.74	1.74
医药生物	6.50	1.43	4.73	-5.16	11.22	-5.23	17.63	2.37	1.43
银行	1.19	4.70	-0.40	1.39	-6.39	-9.31	4.34	1.84	1.39
美容护理	2.17	1.20	-3.11	-0.98	6.58	-2.23	10.64	18.40	1.20
汽车	5.32	-4.38	-0.11	5.92	10.31	-11.49	3.15	0.51	0.51
交通运输	3.01	-1.51	-4.34	3.44	-4.86	-7.76	4.05	0.43	0.43

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31606

